

15 апреля 2010

Содержание

- **Кривая ОФЗ – минимум достигнут** **Стр 1**
- **ХКФ-Банк: новое размещение дает возможность заработать держателям выпуска пятой серии** **Стр 3**

Кривая ОФЗ – минимум достигнут

Доходности ОФЗ в среднесрочном сегменте сравнялись и даже опустились ниже уровней, которые наблюдались в докризисные времена - в первой половине 2007 года. Мы решили еще раз сравнить условия, в которых находился рынок облигаций в то время и в которых он находится сейчас.

Одно из главных отличий, которое говорит «в пользу» сегодняшней ситуации являются более низкие ставки NDF, которые сейчас на 100 б.п. меньше, чем в первой половине 2007 года. По нашему мнению, главной причиной этого являются очень низкие долларовые ставки: доходность пятилетних Treasuries составляет сейчас 2.6% по сравнению с 5% в июне 2007 года (см. графики на 2 стр). Поэтому при прочих равных иностранцы сейчас согласны на менее высокую рублевую ставку, чем 3 года назад.

В настоящее время положение кривой ОФЗ относительно NDF коренным образом отличается от того, которое наблюдалось в первой половине 2007 года (см. графики на 2 стр). Сейчас кривая ОФЗ находится выше NDF на всех сроках, а в то время, начиная с дюраций 2.5 года, ставки NDF превышали доходность по ОФЗ. Однако, по нашему мнению, это не значит, что в ближайшее время кривая ОФЗ должна опуститься ниже NDF. Скорее это говорит о том, что в июне 2007 года положение кривой ОФЗ определяли не ставки по рублевым форвардам, а внутренние факторы – стратегия хеджирования рублевой позиции в ОФЗ с помощью NDF просто не использовалась. Необходимо отметить, что сейчас спрэд между кривой ОФЗ и NDF примерно соответствует CDS на Россию, и мы не видим причин, почему текущее взаимное расположение кривых является неравновесным.

Сравнивая внутренние факторы сейчас и в июне 2007 года, можно отметить, что они во многом схожи. В обоих случаях наблюдается значительный избыток краткосрочной ликвидности, ставки overnight денежного рынка находятся примерно на одном уровне, темпы инфляции минимальны (в феврале-мае 2007 года инфляция год к году составляла 7.5%-7.7%). С точки зрения ожидания ставок ЦБ сегодняшние условия являются немного более благоприятными, так как в начале 2007 года Банк России проводил очень медленное повышение депозитных ставок. Однако, по нашему мнению, с точки зрения восприятия рисков ситуация в первой половине 2007 года, наоборот, была значительно более мягкой – инвесторы еще не сталкивались с резким оттоком ликвидности, повышением ставок по РЕПО с ЦБ, управляемой девальвацией и т.д.

Таким образом, мы считаем, что в настоящее время нет никаких оснований для того, чтобы кривая ОФЗ опустилась значительно ниже уровней первой половины 2007 года. Кроме того, по нашему мнению более крутая форма кривой ОФЗ также оправдана, учитывая остающиеся высокими риски негативных изменений на денежном и валютном рынке в среднесрочной перспективе. По нашему мнению снижение ставок ЦБ еще на 50 б.п., которое мы ожидаем в апреле-июне, уже заложено в цены облигаций и не приведет к росту их цен. Мы также считаем, что в связи с большим навесом предложения государственных облигаций, а также ожидаемой нами в ближайшие месяцы остановкой укрепления рубля существуют значительные риски умеренного роста кривой ОФЗ.

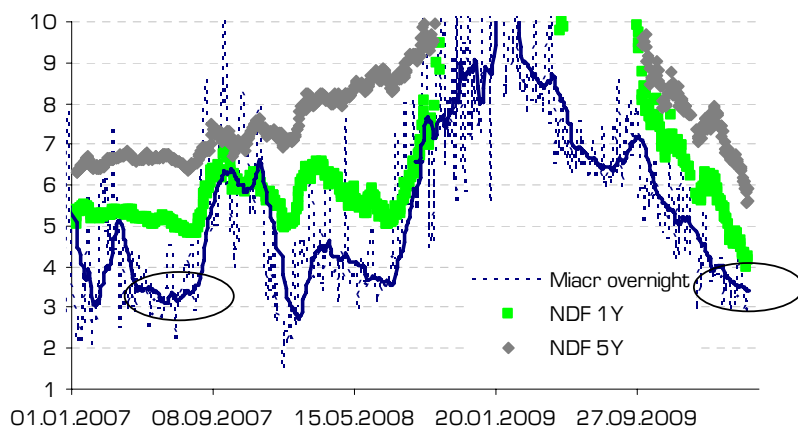
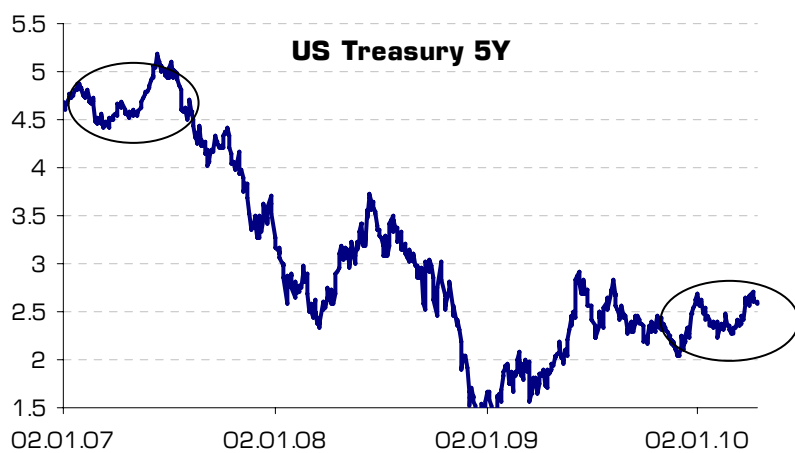
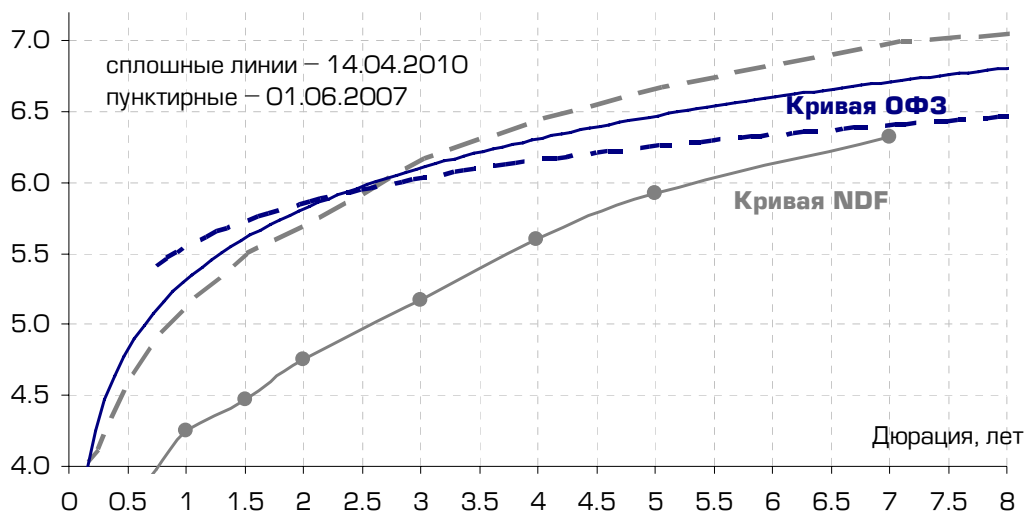
Мы сравнили условия, в которых находился рынок облигаций в докризисные времена и в которых он находится сейчас

Кривая NDF сейчас значительно ниже, в основном за счет низких долларовых ставок

Однако это не значит, что кривая ОФЗ должна опуститься ниже NDF, как это было в первой половине 2007 года

Внутренние факторы во многом схожи, значительного повышения ставок в начале 2007 года также никто не ждал

В настоящее время нет никаких оснований для того, чтобы кривая ОФЗ опустилась значительно ниже уровней первой половины 2007 года



ХКФ–Банк: новое размещение дает возможность заработать держателям выпуска пятой серии

Вчера открылась книга заявок на участие в размещении нового выпуска рублевых облигаций ХКФ–Банка седьмой серии объемом 5 млрд рублей. По выпуску предусмотрена двухлетняя оферта, а начальные ориентиры доходности находятся в диапазоне 8.9%–9.5% (купон 8.65%–9.15%, дюрация 1.85 года). Мы считаем, что на фоне текущих котировок выпуска Банка Санкт–Петербург с аналогичным уровнем рейтингов (доходность к оферте через полтора года 7.8%–7.9%), ориентиры ХКФ–Банка выглядят очень привлекательными даже по нижней границе заявленного диапазона доходности.

С точки зрения кредитного качества мы отдаем наше предпочтение ХКФ–Банку, который в отличие от БСПБ справился с последствиями кризиса в полной мере и находится в отличной форме для возобновления роста прибыльного бизнеса (см. наш отчет от 17.03.2010). Мы полагаем, что по результатам размещения доходность нового выпуска банка седьмой серии окажется существенно ниже заявленных ориентиров и, скорее всего, приблизится к уровню 8%.

Одновременно ХКФ–Банк объявил новый уровень ставки купона по своему выпуску пятой серии после оферты 26.04.2010 – ставка 9–14 купонов заявлена на уровне 8.15%, что соответствует доходности 8.4% к следующей оферте в октябре 2011 года. В случае размещения выпуска седьмой серии в пределах ожидаемого нами диапазона, доходность более короткого выпуска ХКФ–Банк–05 с учетом разницы в дюрации должна быть на уровне 7.9%–8%.

Таким образом, мы не рекомендуем держателям облигаций ХКФ–Банк–05 предъявлять бумаги к оферте. Инвесторам, которые хотят избавиться от данной бумаги, мы рекомендуем продать ее немного позднее, но с большой вероятностью по цене на 50–60 б.п. выше номинала. Фактором риска в данном случае может послужить коррекция рынка в ближайшие 2 недели, которая не позволит ХКФБ разместиться по доходности, соответствующей текущим рыночным уровням.

**Новый выпуск ХКФБ
весьма интересен с точки
зрения доходности,
особенно на фоне
котировок выпуска Банка
Санкт–Петербург**

**Мы полагаем, что в итоге
доходность выпуска
ХКФБ–7 сложится в
районе 8%**

**В такой ситуации цена
выпуска ХКФБ пятой
серии имеет потенциал
роста**

**В этой связи мы не
рекомендуем предъявлять
бумаги пятой серии к
оферте**

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.